



mar

asset

Carta: agosto, 2026

Retorno a Ítaca

O ano de 2026 tem sido bastante difícil para a dinâmica do nosso portfólio. Sentimos ter sido arrastados para longe da rota original por ventos e correntes que não conseguimos antecipar nem controlar de forma satisfatória — daí nossa identificação com Ulisses, que precisou reorganizar sua rota algumas vezes na longa jornada de volta para casa. Para saber para onde queremos ir, porém, primeiro precisamos ter clareza de onde estávamos antes de sentir a fúria de Poseidon.

A forma como pensamos a alocação de capital do fundo nos últimos anos parte de uma premissa simples: alocar o caixa em CDI, o melhor ativo livre de risco do mundo, e manter exposição estrutural a ações americanas, o melhor ativo de risco do mundo. Foi assim que atravessamos 2025 — muito caixa, exposição a US equities sem risco de moeda e uso limitado do caixa na compra de opções de EWZ.

Ao longo do ano passado, ganhamos convicção de que a tese de inteligência artificial seguiria surpreendendo o mundo pela velocidade de adoção e pelo avanço exponencial de sua capacidade de resolver problemas¹.

No Brasil, achávamos que o beta local estava muito barato no início de 2025, sobretudo à luz da nossa leitura de que a alternância política tinha alta probabilidade de se confirmar em 2026. Entre os riscos brasileiros, concentramos exposição em câmbio e bolsa via opções de EWZ, evitando posições aplicadas em juros.

1 Em carta dedicada ao tema, já descrevemos o quanto os LLMs haviam evoluído e como a exponencialidade dessa nova tecnologia batia à nossa porta ([Carta: novembro, 2025: Quando os Céticos Empurram os Gênios](#)).

Desde a eleição do presidente Lula não carregávamos exposição aplicada em juros prefixados, por acreditarmos que o modelo de política econômica do governo privilegiaria o crescimento via gasto público, diminuindo o espaço para redução de juros. Essa visão mudou ao final do ano passado.

O início de 2026 tinha como ponto de partida a maior Selic dos últimos vinte anos. O aperto monetário já se fazia sentir, com desaceleração marginal da atividade e queda relevante da inflação. Somava-se a esse fator cíclico uma possibilidade real de alternância nas eleições presidenciais — uma combinação de catalisadores poderosos, do tipo que só aparece uma vez por década.

Foi sob essa leitura que, ao fim de fevereiro, estávamos próximos à nossa máxima exposição de risco, 30% de stress, acreditando estar diante de duas oportunidades de grande assimetria: a tese de IA em ações americanas e a convergência de juros no Brasil.

Já expusemos, em carta anterior, o estrago que a guerra causou ao portfólio e a forma lenta com que reagimos ao drawdown da cota, ainda que dentro de nossas regras de risco. As perdas se deram nos ativos que sempre operamos, com o tamanho de exposição que nossas regras permitem — não houve style drift de nossa parte².

Depois do choque inicial, e já com posições reduzidas, seguimos navegando por esse mar turbulento, enfrentando um monstro mitológico laranja que já nos lançou guerras e tarifas nos últimos anos, em busca do caminho de casa.

Onde estamos em relação às teses originais

A tese de convergência de juros no Brasil sempre esteve dividida em duas fases.

A primeira seria um ciclo de calibração da política monetária, que reduz os juros sem levá-los de volta à taxa neutra. Como o próprio Copom reforçou diversas vezes, a razão do ciclo era calibrar a Selic à luz de uma inflação mais baixa e de sinais de que a política monetária estaria surtindo efeito

2 [Carta: O que deu errado? de março de 2026](#)

— sempre deixando claro, porém, que a taxa permaneceria em território restritivo. Com o juro real acima de 10%, acreditávamos que esse ciclo de calibração teria um orçamento inicial de aproximadamente 300bps, com o objetivo implícito de produzir um pouso suave e reduzir o risco de uma parada súbita da economia por excesso de aperto — um ciclo parecido com o conduzido por Roberto Campos Neto em 2023.

A segunda fase, mais relevante, viria pós-eleição presidencial. A alternância da presidência para um governo de centro-direita, qualquer que fosse o candidato, ensejaria um ajuste fiscal mínimo, que aprofundaria uma desaceleração da atividade já em curso e abriria espaço para que o ciclo deixasse de ser uma simples calibração e se transformasse em um de convergência à taxa neutra — um ciclo potencial de 700bps.

Era, portanto, um caminho razoavelmente bem defendido para quem aplicasse em juros: já tínhamos contratado ao menos um ciclo de calibração, que poderia se transformar, depois das eleições, em um dos maiores ciclos de fechamento de juros das últimas décadas.

A guerra dos EUA-Irã chegou como uma tempestade e empurrou nosso barco brutalmente para fora da rota. O conflito trouxe de volta o risco de inflação global e provocou alta de juros em bancos centrais que vinham normalizando suas taxas depois da pandemia. O medo de uma redeflação por choque de oferta pressionou as curvas ao redor do mundo, sobretudo nos emergentes que ainda tinham processos frágeis de afrouxamento monetário em curso — o Brasil entre eles.

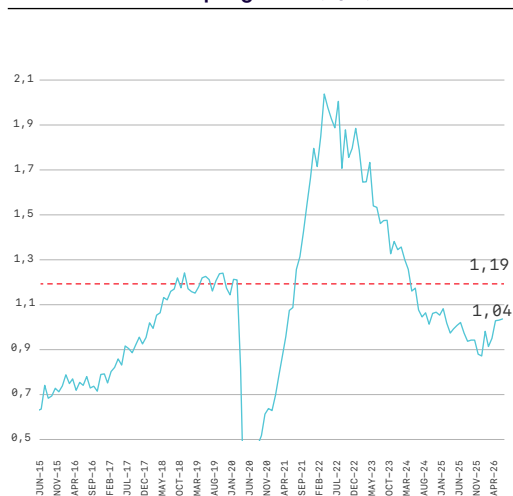
Juros globais

Nossa leitura é que o mercado reagiu de forma mecânica ao choque de oferta do petróleo. Em 2022, distorções de oferta parecidas encontraram um enorme choque de demanda: o excesso de poupança formado pelas transferências governamentais durante a pandemia gerou um impulso longo e intenso ao consumo logo após a reabertura da economia, sobre uma cadeia de suprimentos ainda em reorganização. Foi nessa convicção que, naquele momento, montamos posições relevantes apostando em

altas de juros do Fed bem mais intensas do que o mercado precificava, como descrito em cartas anteriores³.

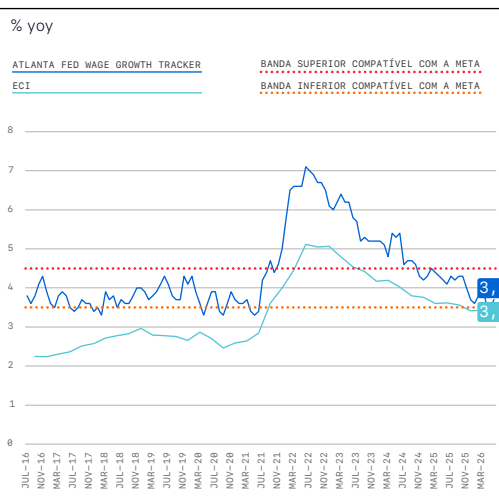
Acreditamos, porém, que desta vez a pressão inflacionária é de fato temporária e restrita aos itens ligados ao petróleo, simplesmente porque há pouca pressão de demanda. O mercado de trabalho americano está equilibrado, os salários crescem abaixo da produtividade, não sobra poupança excedente e a resiliência da economia parece depender, em boa parte, da performance do setor de tecnologia.

Gráfico 1: Razão entre vagas abertas e desempregados (V/U)



Fonte: BLS, Mar Asset Management

Gráfico 2: Inflação de salários nos EUA



Fonte: BLS, Atlanta Fed, Mar Asset Management

A percepção do problema inflacionário americano nos parece magnificada. O excesso de inflação em relação à meta está em grande parte concentrado em bens — classe que apresenta desinflação global, mas que nos EUA sofre o impacto das tarifas e da cadeia de I.A. A inflação causada pelas tarifas parece ter atingido seu pico e se mostrado, de fato, um aumento one-off do nível de preços. Já no caso da cadeia de I.A., o impacto na inflação americana é distorcido pelo peso 40 vezes maior dado ao item Computer Software no PCE, quando comparado ao CPI. O debate entre os membros do FOMC é se a permanência da inflação acima da meta nos últimos quatro anos representa algo mais estrutural do que apenas uma sequência aleatória de choques de oferta.

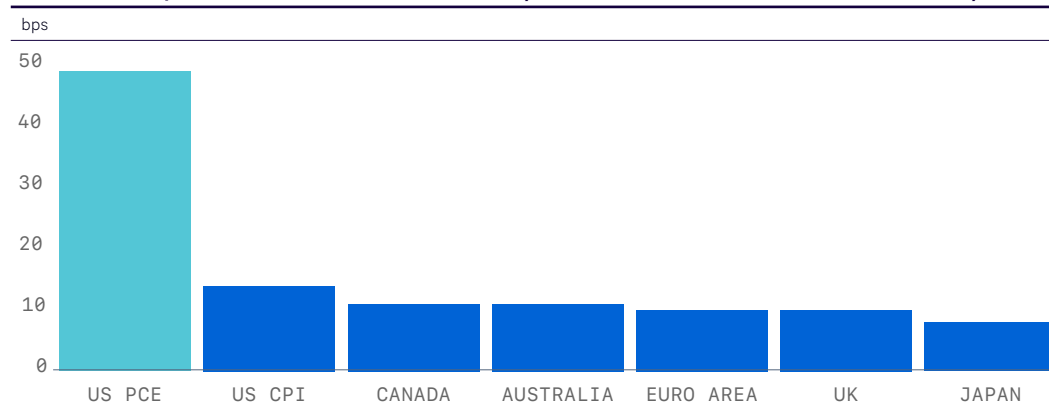
³ Carta: Agosto, 2022: Preços e curvas , Carta: Junho, 2022: Ondas e preços

O novo chairman Kevin Warsh, em suas declarações ao longo do disputado processo pelo cargo, indicava uma leitura inclinada aos choques de oferta e à ideia de que a normalização da inflação já estaria em curso — acreditamos que foi esse o argumento que convenceu o presidente Trump a finalmente escolhê-lo. Em seu primeiro FOMC, o mercado interpretou o novo chairman como um hawk pronto a subir juro. Na coletiva após a última reunião, porém, Warsh inverteu essa percepção, comunicando a mesma linha apresentada a Trump — a de que a inflação está potencialmente mal medida e que os riscos são menores do que o Core PCE sugere —, produzindo uma leitura muito mais dove do que a inicial.

A reação da curva de treasuries foi curiosamente parecida com a reação da curva de DI após a reunião do Copom em junho, quando o mercado esperava manutenção de juros — ou, no mínimo, um corte hawk — e o BCB entregou um corte dove. O DI subiu agressivamente nos vértices mais longos nos dias seguintes, mas ao longo das semanas foi normalizando e devolvendo prêmio por conta de uma comunicação mais clara do BCB em sua ata. Acreditamos que algo semelhante deva acontecer com a curva de treasuries nas próximas semanas.

Quando usamos medidas de médias aparadas, como sugeriu o próprio Warsh, a dinâmica da inflação subjacente parece bem menos preocupante do que o Core PCE indica — corroborando a leitura de choque de oferta, e não de demanda. O indicador de médias aparadas, tanto do CPI, como do PCE, estão a menos de 0,4p.p. acima dos seus níveis médios pré-pandemia. Naturalmente, a duração da guerra e sua pressão sobre derivados de petróleo e cadeias de suprimento pode alterar esse diagnóstico.

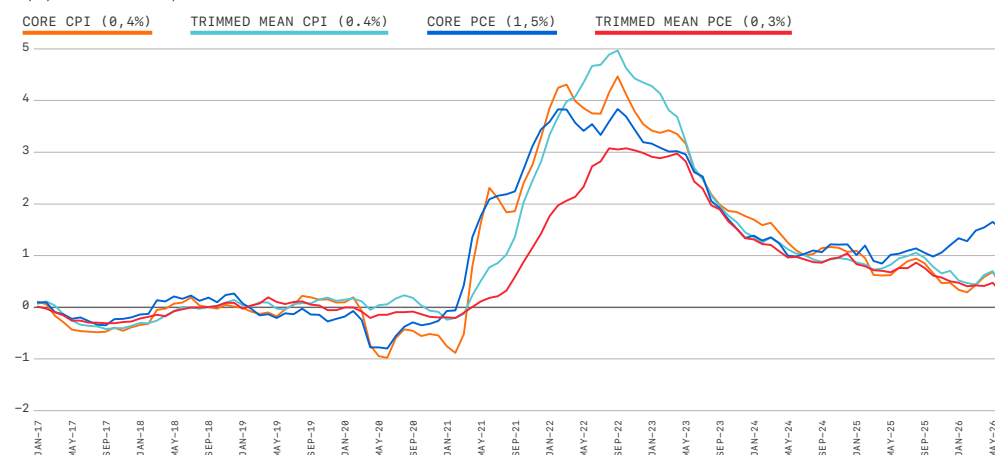
Gráfico 3: Impacto máximo estimado da inflação relacionada a I.A. no núcleo de inflação



Fonte: BLS, Goldman Sachs, Mar Asset Management

Gráfico 4: Medidas de inflação subjacente nos EUA

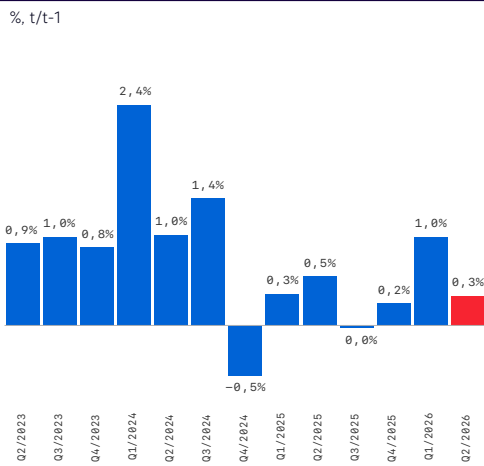
% yoy, desvio em relação a média de 2018-19



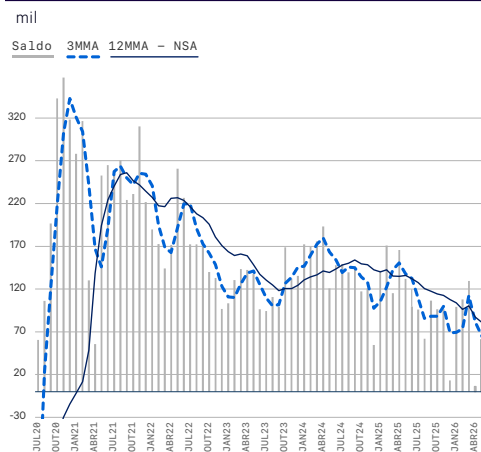
Fonte: BLS, Mar Asset Management

Mesmo sofrendo ventos e correntes de tempestades vindas de direções diferentes, seguimos acreditando que o caminho é de convergência de atividade e inflação, uma vez superado o choque do petróleo.

No Brasil não é diferente. A pressão do petróleo colocou em xeque a premissa de inflação benigna do ciclo de calibração, e a moderada desaceleração da atividade que vínhamos observando pareceu abortada após a divulgação do PIB do primeiro trimestre. O mercado interpretou os dois eventos como mudança estrutural da dinâmica de inflação e atividade; nós os interpretamos como fatores pontuais, que não deveriam se perpetuar pelo restante do ano. Em nossa leitura, o PIB do primeiro trimestre foi uma reversão pontual de parte da fraqueza observada no segundo semestre de 2025. Os dados de alta frequência mais recentes já mostram uma desaceleração mais marcada no segundo trimestre, com destaque para os indicadores do mercado de trabalho, apontando para o retorno a um ritmo de crescimento bem mais moderado.

Gráfico 5: Crescimento do Consumo das Famílias

Fonte: IBGE, Mar Asset Management

Gráfico 6: Saldo líquido de vagas criadas no mercado formal

Fonte: Ministério do Trabalho, Mar Asset Management

Para discutir a dinâmica econômica brasileira dos últimos anos e projetar os próximos, é preciso combinar a expansão fiscal com outra variável que nos parece receber menos atenção do que merece: o ciclo de crédito.

O risco (não tão) oculto do BCB

O terceiro mandato do presidente Lula repetiu o modelo de forte crescimento do gasto governamental com Selic altíssima para controlar a inflação. Para respeitar formalmente a meta fiscal definida pelo governo, o aumento de arrecadação via impostos se fez necessário, e a resultante do modelo foi crescimento forte ao custo de impostos e juros mais altos. Não obstante o nível restritivo de juros, esse ciclo de expansão fiscal foi acompanhado por um forte ciclo de expansão de crédito.

Nos últimos anos, além do aumento do endividamento do governo, tivemos, concomitantemente, uma alavancagem recorde das famílias: hoje, tanto o setor público quanto as famílias brasileiras têm comprometimento recorde de suas receitas para o pagamento do serviço de suas dívidas.

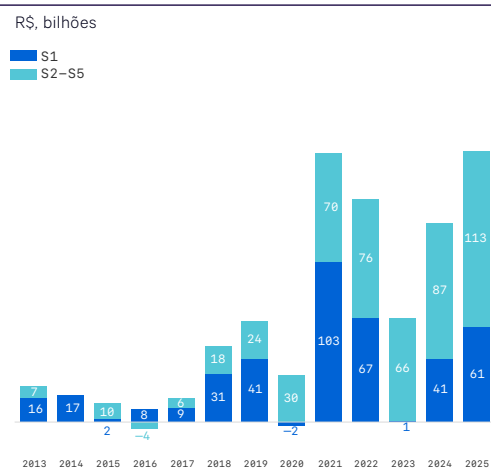
A penetração financeira do pós-pandemia foi turbinada pela adoção massiva do Pix e pela chegada das fintechs ao crédito ao consumidor, expandindo os balanços das famílias e do sistema financeiro em velocidade e magnitude inéditas — sobretudo entre uma parcela da população que nunca havia acessado crédito. A bancarização desse público, somada a

novos modelos de análise de crédito e ao crescimento agressivo de balanço das fintechs, impulsionou o consumo de forma relevante.

A característica peculiar do atual ciclo é justamente esse foco no crédito ao consumo das famílias: um tipo de ciclo com pouquíssimo impacto sobre o crescimento potencial da economia, que representa apenas uma antecipação de consumo futuro. Ele desloca demanda para o presente às custas de menos consumo adiante — a expansão já carrega embutida sua própria reversão. Só não sabemos o momento exato em que ela vai pesar sobre a atividade.

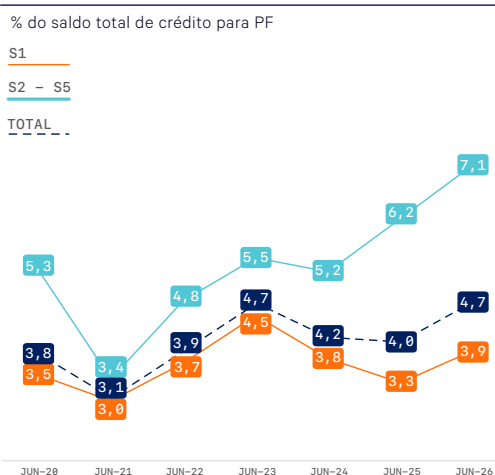
A boa performance do PIB durante o mandato Lula 3 foi impulsionada por essa combinação de gasto fiscal e expansão de crédito às famílias, que produziu uma sensação de economia forte, mas incômoda: desemprego nas mínimas históricas, crescimento recorde da massa salarial e do comprometimento de renda das famílias. Há poucos precedentes de uma expansão de crédito ao consumo tão agressiva em velocidade e magnitude como a que vivemos nos últimos anos, e ciclos desse tipo costumam ser seguidos de fortes correções.

Gráfico 7: Crescimento da carteira de crédito pessoal e cartão entre os diferentes segmentos bancários



Fonte: BCB, Mar Asset Management

Gráfico 8: NPLs (ex-Agro) das Famílias por tipo de banco S1 (6 maiores bancos) x S2 – S5 (restante)



Fonte: BCB, Mar Asset Management.

Essa combinação de expansão fiscal e de crédito pressionou a demanda e levou o BCB a elevar a Selic ao maior nível em vinte anos — um aperto com o objetivo elementar de desacelerar uma demanda que, até recentemente, se mostrava pouco sensível ao custo do crédito. A partir do fim do

ano passado, porém, a expansão de crédito começou a mostrar sinais de esgotamento. Depois de vários trimestres com a Selic muito alta, o fluxo líquido de crédito mudou de direção: o impulso que antes era positivo para o consumidor virou negativo, com pagamentos de juros e amortizações acelerando e ultrapassando de forma significativa a concessão de novos créditos. Mesmo após o início do atual ciclo de cortes da Selic, essa dinâmica segue negativa na margem, com o fluxo financeiro às pessoas físicas no menor nível em anos.

O risco é de não linearidade nesse processo de ajuste do mercado de crédito às famílias. A inflexão do fluxo financeiro está ocorrendo ao mesmo tempo em que a inadimplência aumenta — concentrada justamente nas instituições responsáveis pela expansão extraordinária do crédito no pós-pandemia. Começam a aparecer rachaduras na confiança do doador de crédito, que até então se apoiava num mercado de trabalho forte, renda crescente e baixa inadimplência: a desaceleração na concessão de novos empréstimos, já padrão entre os bancos S1 (os maiores do sistema), agora aparece também nas concessões dos S2-S5 (neobanks, fintechs e bancos médios).

O alto endividamento já contrata, de antemão, um pagamento substantivo de juros e amortizações nos próximos trimestres. Se a concessão desacelerar, as famílias perderão o crédito que hoje suaviza o impacto desse serviço da dívida sobre o consumo — o que levaria a uma desaceleração da atividade, deterioração da renda das famílias e, com isso, mais redução no consumo e inadimplência, retroalimentando o ciclo.

Gráfico 9: Fluxo financeiro para PF

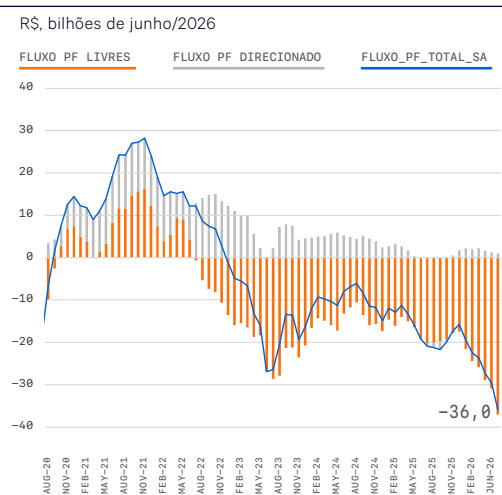
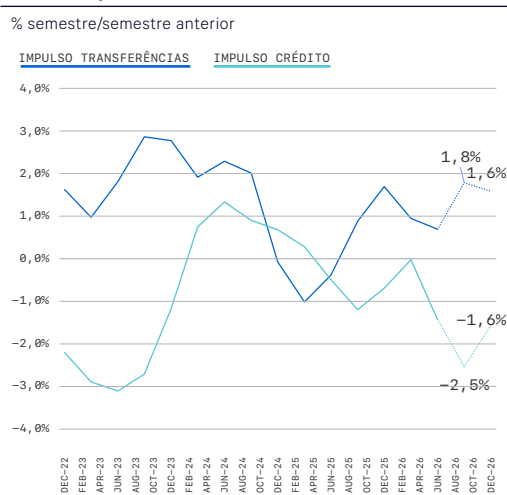


Gráfico 10: Impulso de transferência e crédito para consumo das famílias



Acreditamos que essa seja a maior preocupação do BCB, e que o leva a insistir no ciclo de calibragem mesmo em meio à guerra do Irã. O Comitê não comunica isso com todas as letras — talvez para não chamar atenção para o tema. Essa falta de transparência sobre o balanço de riscos baixista para a atividade tem gerado ruído desnecessário em torno das últimas decisões de corte⁴.

Pacote fiscal é, na realidade, pacote de crédito

A continuidade do ciclo de queda da Selic depende da manutenção da desaceleração da atividade, da abertura do hiato do produto e da queda da inflação. Ainda que o impulso de crédito já tenha virado negativo, o impulso fiscal segue positivo em ano eleitoral, sustentando o consumo por mais tempo.

Nos últimos meses, o mercado foi soterrado por anúncios incessantes de novos programas públicos de estímulo, e essa avalanche, somada à guerra e à pressão das curvas globais, corroeu a confiança do aplicador de juros no Brasil. Buscando entender quanto desses programas de fato chega ao consumo, descobrimos que o impacto final parece bem menor do que a intuição sugere. Aritmeticamente, o orçamento desses programas é próximo de R\$ 200 bilhões, mas cerca de 85% dos anúncios são programas de crédito — para um consumidor já bastante endividado, com multiplicador sobre a atividade muito menor do que teria uma transferência direta de renda.

4 Em estudo dedicado ao tema, debatemos como a transparência do modelo de projeção de inflação do BCB, louvável em si, acabou educando o mercado a esperar uma reação quase mecânica à fórmula. Uma ênfase maior no risco de desaceleração descontínua por conta do ciclo de crédito traria mais coerência à decisão de cortar 25bps e afastaria dúvidas sobre a função de reação e a credibilidade do Banco Central.

Comparado a ciclos eleitorais anteriores, o impacto deste ano sobre o consumo é significativamente menor do que o observado em anos de eleição passados.

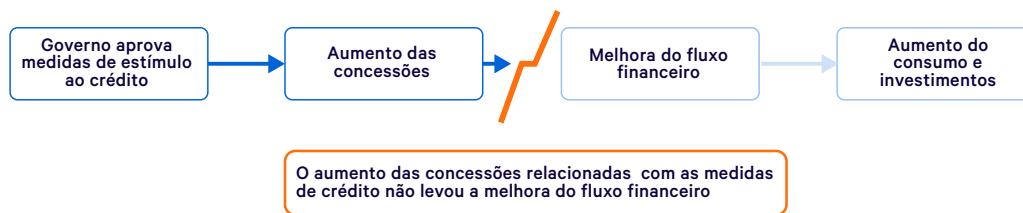
Gráfico 11: Pacote de estímulos à economia em 2026

Programa	Status	Orçamento (R\$ bi)	Δ25-26 (R\$ bi)	Δ25-26 (% PIB)
Renda disponível e liquidez				
Isenção IRPF	Início: Jan/26	31,0	31,0	0,2%
Luz do Povo	Início: Jul/25	13,0	4,3	0,0%
Saque FGTS	Saques: Jan/26, Fev/26 e Mai/26	16,2	4,2	0,0%
Gás do Povo	Início: Nov/25	5,1	1,6	0,0%
Crédito				
Move Brasil 1 e 2 (caminhões e ônibus)	Jan-Abr/26 e Mai-Ago/26	31,2	29,7	0,2%
Consignado	Início: Mai/25	-	24,0	0,2%
Novo Modelo de Crédito Imobiliário	Início: Out/25	37,2	22,3	0,2%
Move Aplicativo	Início: Jul/26	30,0	20,0	0,1%
Pronampe	Ampliação: Mai/26	20,0	20,0	0,1%
Desenrola 2.0 + FGTS	Início: Mai/26	23,2	10,5	0,1%
Habitação				
MCMV – Faixas 3 e 4	Início: 1S26 (Faixa 4) / 2S26 (Faixa 3)	50,0	20,0	0,1%
Reforma Casa Brasil	Início: Nov/25	40,0	12,9	0,1%
Compensação				
Restrições ao Saque-Aniversário	Início: Nov/25	-	-12,5	-0,1%
Total		296,9	188,0	1,3%
Canal (% PIB)				
		Dilma 2014	Bolsonaro 2022	Lula 2026*
Transferências		0,4	1,3	0,2
Crédito PF		0,1	0,0	0,4
Crédito PJ		1,0	0,0	0,3
Habitação		0,3	0,1	0,5
Desonerações tributárias		0,5	0,1	0,2
Controle de preços		0,6	0,0	0,0
Outros		0,2	0,1	0,0
Total		3,1	1,6	1,3

Fonte: Manoel et al (2024), BTG, Mar Asset Management

Por estarem concentrados em crédito, o efeito do pacote deveria aparecer primeiro no fluxo financeiro: os novos programas liberariam crédito mais barato, estimulando novas concessões e tornando esse fluxo menos negativo. Os dados de desembolso sugerem que boa parte desses programas já vinha surtindo efeito nas concessões desde o início do ano, com o maior impacto esperado para o segundo trimestre. Não obstante, o que vimos foi o fluxo ficando ainda mais negativo nesse período. O efeito expansionista dos programas do governo foi mais do que compensado por um aumento do serviço da dívida e/ou pela redução de outros tipos de concessão de crédito.

Gráfico 12: Como estímulos parafiscais afetam a economia

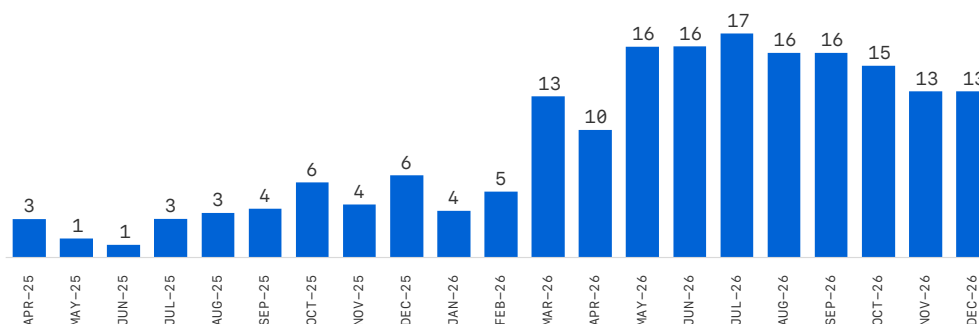


Fonte: Mar Asset Management

Com fiscal expansionista — ainda que menos do que a primeira impressão sugere — e fluxo de crédito bastante negativo, a política monetária restritiva segue apertando um consumidor extremamente alavancado, o que aumenta a chance de uma desaceleração mais forte do que o esperado. Se esse cenário se confirmar, o BCB deve manter o ciclo de calibragem e pode até acelerar o ritmo de cortes assim que os choques de preço da guerra saírem de cena.

Gráfico 13: Efeito líquido dos estímulos crédito no fluxo financeiro mensal

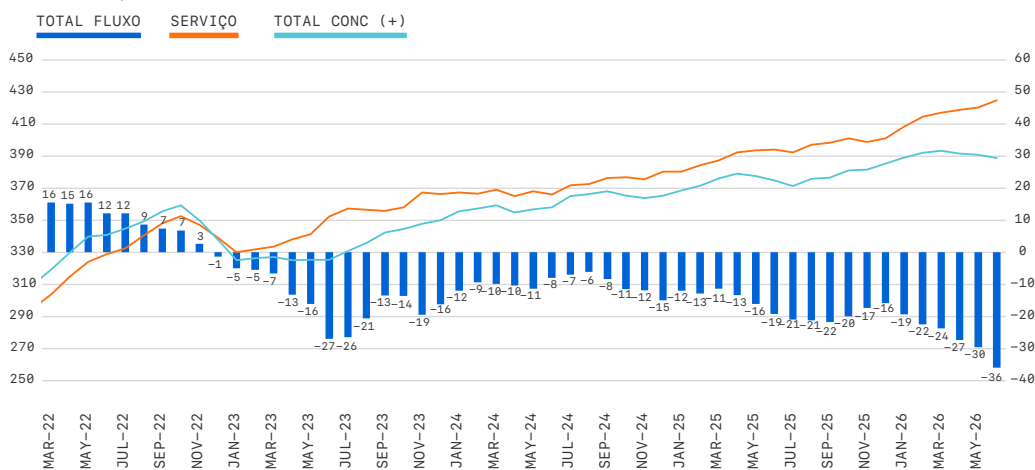
R\$, bilhões



Fonte: Mar Asset Management

Gráfico 14: Concessões, serviço da dívida e fluxo financeiro às Pessoas Físicas

R\$, bilhões de junho/2026



Fonte: BCB, Mar Asset Management

O ciclo de calibração encontra o ciclo eleitoral

A disputa presidencial é o evento com maior poder catalisador para os ativos de risco brasileiros. Bolsa, juros e câmbio serão fortemente afetados pelo resultado, que sinalizará a condução da política econômica nos próximos anos⁵.

Para simplificar uma política econômica cheia de nuances, separamos a postura do Executivo entre governos que toleram a desaceleração cíclica da economia e governos completamente intolerantes a ela. Os governos do PT se caracterizam pela menor tolerância à desaceleração, o que leva a um crescimento permanente do gasto público que limita os ciclos de afrouxamento monetário e, ao longo de mandatos sucessivos, a uma dívida pública crescendo de forma exponencial por conta do alto custo de rolagem.

O resultado desse modelo subótimo é uma taxa de juros de equilíbrio muito alta para manter a inflação na meta. É insustentável no longo prazo, mas não é um problema estrutural da economia — é perfeitamente reversível caso se adotem políticas alternativas, como mostra a experiência brasileira nos momentos de contração do gasto público, quando conseguimos operar com Selic bem abaixo dos níveis históricos.

Mais do que o ajuste fiscal em si, a variável mais importante para reequilibrar a trajetória da dívida é a queda dos juros a partir dos patamares atuais — mais importante, inclusive, do que os superávits primários. Só que não há queda de juros sem desaceleração da atividade, e não há desaceleração sem redução da pressão fiscal expansionista.

O ciclo natural da economia brasileira, depois de anos de PIB acima do potencial, alavancagem do consumidor na máxima histórica e política monetária muito restritiva, aponta para desaceleração acompanhada de queda relevante de juros. Um novo governo, qualquer que seja, que promova um ajuste fiscal importante permitiria uma queda mais profunda

5 Dedicamos um trabalho extenso à dinâmica política dos últimos ciclos eleitorais, com destaque para o movimento do pêndulo à direita nas eleições municipais e legislativas. É especialmente relevante notar a dificuldade de um presidente de esquerda governar com um Congresso ideologicamente distante de si — o mesmo perfil legislativo que facilitaria bastante a governabilidade de um presidente de centro-direita, inclusive para aprovar pautas econômicas impopulares à primeira vista, mas já debatidas e com razoável consenso entre formadores de opinião de centro e direita.

dos juros, suavizando a desaceleração cíclica e melhorando de forma substancial a sustentabilidade da dívida — um soft landing. Por outro lado, um governo que siga intolerante à desaceleração e busque novos estímulos fiscais pressionaria ainda mais os juros para cima, resultando eventualmente numa parada brusca e na desorganização da economia, semelhante ao que vivemos no segundo mandato da Dilma.

A pergunta essencial sobre um eventual quarto mandato do Lula é se ele resistiria à tentação de combater a desaceleração cíclica com novos estímulos fiscais. O primeiro ano do mandato atual foi marcado pela PEC da Transição, uma expansão fiscal muito agressiva, motivada pelos riscos políticos e pelas incertezas do retorno ao Planalto.

Numa eventual continuidade, já com o orçamento para 2027 aprovado, não antevemos algo parecido com 2023.

Uma política econômica que, por desenho, tem como consequência juros altos, coloca em dúvida a sustentabilidade, — e essa dúvida se traduz em maior risco de estar investido no CDI, já que o governo poderia, em tese, escolher aumentar a inflação e forçar a queda dos juros reais para reduzir o custo de sua rolagem.

Não acreditamos que essa seja uma hipótese provável: para isso, o governo teria que levar a inflação brasileira a dois dígitos e, ao mesmo tempo, constranger o BCB a não reagir com mais altas de juros. Isso significaria abandonar o regime de metas de inflação que tornou possível o controle inflacionário e que segue sendo a variável que mais afeta a popularidade de um governo.

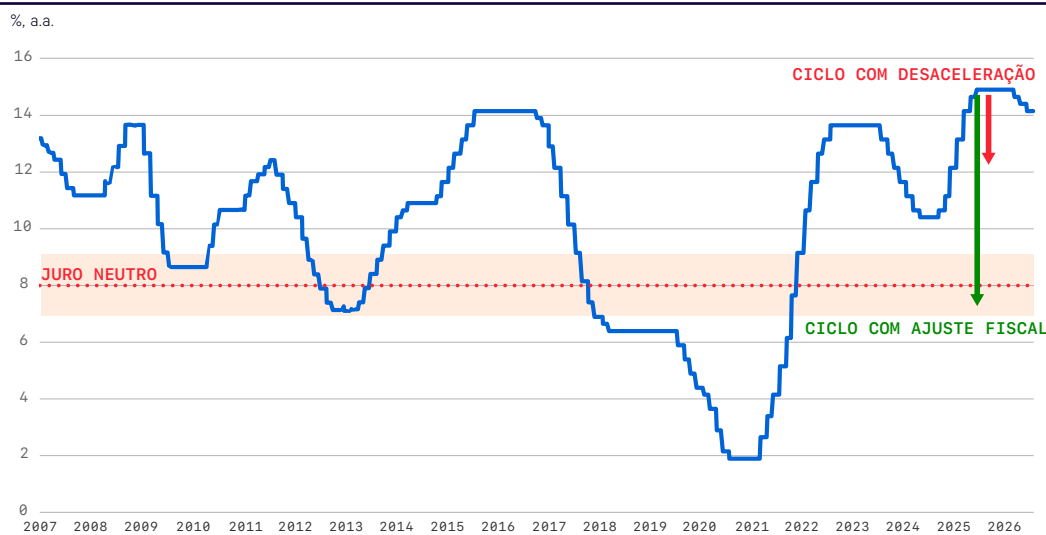
O contrato social do controle inflacionário, a nosso ver, segue válido, e o governo que buscar alterá-lo deve sofrer um revés profundo em sua popularidade, gerando uma fragilidade política que eventualmente o torne insustentável. Por isso, a combinação de expansão de gastos fiscais com o regime de metas vigente é o que torna o CDI o melhor ativo livre de risco do mundo — ainda que, ao mesmo tempo, torne a trajetória da dívida pública cada vez menos sustentável.

Um cenário em que o Lula não promova ajuste fiscal relevante, mas também não acelere o gasto, já permitiria a sequência da calibragem dos juros: uma atividade crescendo abaixo do potencial sustenta um ciclo

de corte menos profundo do que um ajuste fiscal traria, mas ainda assim melhora a trajetória da dívida sobre PIB.

Já um governo de centro-direita, mesmo com um ajuste fiscal moderado — uma espécie de freio de arrumação no primeiro ano, seguido de expansão mais comedida —, permitiria um ciclo de cortes bem mais profundo que a calibragem e um alívio imediato na trajetória da dívida.

Gráfico 15: Taxa Selic - ciclos de desaceleração vs. ciclos com ajuste fiscal



Fonte: BBG, Mar Asset Management

Ou seja, nos deparamos com duas perguntas. Se o Lula vencer, a economia seguirá seu curso cíclico rumo a um crescimento abaixo do potencial? E um candidato de centro-direita, com amplo apoio no Congresso, entregaria ao menos um ajuste fiscal mínimo? Se a resposta a ambas for sim, deveríamos esperar um ciclo de cortes bem mais profundo do que o precificado hoje pela curva de juros.

Mas qual a probabilidade que atribuímos à vitória do Lula?

Eleição de 2026 em aberto

Apesar de todos os problemas relacionados à candidatura de Flávio Bolsonaro, seguimos acreditando que Lula não é favorito para vencer. Sua avaliação de governo mantém um teto rígido e baixo, incompatível com a reeleição de um incumbente.

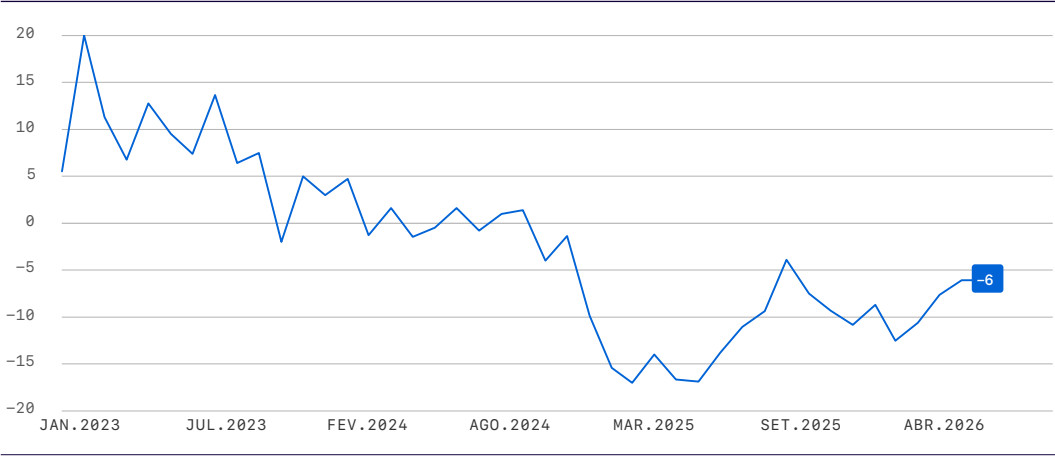
O mercado, analistas e jornalistas costumam tratar a pesquisa de intenção de voto no segundo turno como o melhor indicador do resultado. É natural, já que é exatamente essa a pergunta feita à população no dia da eleição. Neste momento do ciclo eleitoral, a leitura não é tão simples quanto parece. Em uma eleição com presidente candidato à reeleição, a variável que mais importa é como a população avalia o governo atual: apenas 2% não sabem responder a essa pergunta, contra 18% de brancos, nulos e indecisos quando perguntados sobre o voto no segundo turno, em pesquisas como a Quaest. As pesquisas de segundo turno capturam a preferência de cerca de 85% dos entrevistados, enquanto a avaliação de governo captura 98%.

O Brasil teve três ciclos eleitorais com disputa de reeleição presidencial que foram ao segundo turno: Lula em 2006, Dilma em 2014 e Bolsonaro em 2022. Para todos, calculamos como o eleitor converteu sua avaliação de governo em voto. Em 2006, 87% de quem avaliava o governo Lula como ótimo ou bom votou nele, contra 6% de quem avaliava como ruim ou péssimo e 34% dos que avaliavam como regular — a combinação 87/34/6. Na Dilma de 2014, essa conversão foi 86/36/2. No Bolsonaro de 2022, 94/49/2⁶.

A conversão elevada de Bolsonaro em 2022 reflete uma eleição extremamente polarizada, de um presidente mal avaliado e, entre dois candidatos muito rejeitados. Esse é um cenário parecido com o que esperamos em 2026. Ainda assim, mesmo com essa conversão mais vantajosa, Bolsonaro perdeu por ter uma avaliação de governo ruim. A avaliação do governo Lula é pior do que a de Bolsonaro às vésperas das eleições de 2022. A conversão de votos do Jair de 2022 aplicada sobre a avaliação do governo Lula 3 indica uma derrota do atual presidente no segundo turno por cerca de 10 pontos.

6 Explicação mais detalhada pode ser encontrada em nosso estudo: [“Vai na Fé! O impacto eleitoral do crescimento dos evangélicos”](#), de janeiro de 2025.

Gráfico 16: Avaliação líquida do governo – Ótimo/Bom menos Ruim/Péssimo



Fonte: Datafolha, Mar Asset Management.

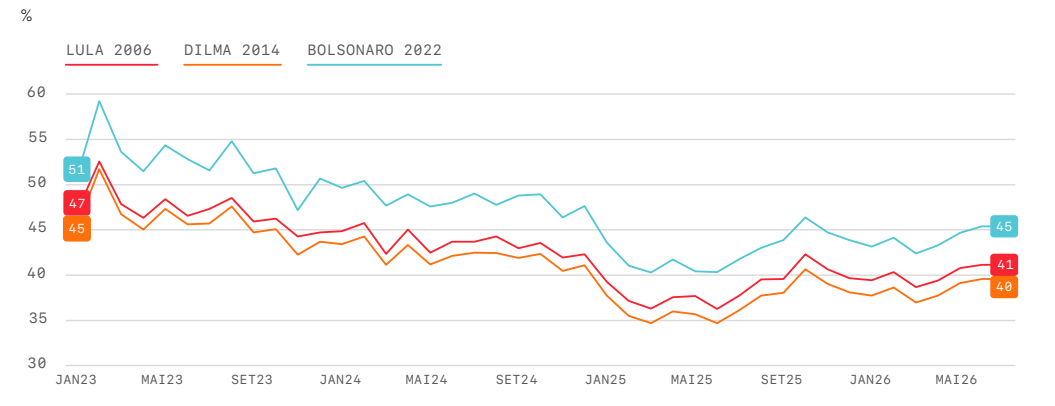
Gráfico 17: Matriz de conversão de avaliação em votos válidos no segundo turno na eleição presidencial

	Lula 2006			Dilma 2014			Jair 2022		
	Avaliação	Conversão	Contribuição	Avaliação	Conversão	Contribuição	Avaliação	Conversão	Contribuição
Ótimo/Bom	53	89%	47	44	86%	38	37%	94%	35
Regular	31	39%	12	16	36%	13	26%	49%	13
Ruim/Péssimo	15	6%	1	39	2%	0	35%	2%	1
Voto no 2º Turno			60			51			48

Utilizando as conversões acima, aplicadas para a avaliação atual de Lula 2026			
avaliação atual	Lula 2006	Dilma 2014	Jair 2022
Ótimo/Bom	35	31	30
Regular	22	9	8
Ruim/Péssimo	41	3	1
Voto estimado	42	39	45

Fonte: Datafolha, Quaest, Mar Asset Management

Gráfico 18: Votos válidos para o incumbente a partir da média das avaliações dos institutos

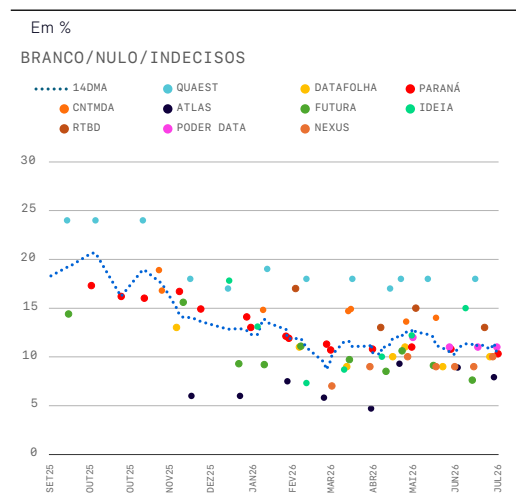


Fonte: Mar Asset Management

Como conciliar isso com pesquisas de intenção de voto que mostram o Lula à frente de todos os adversários? Uma das razões advém do nível

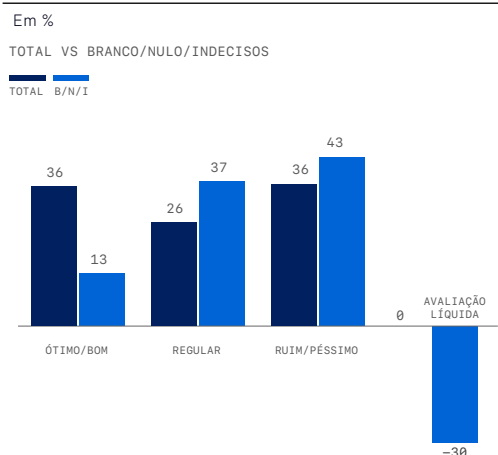
ainda elevado de indecisos quando perguntados sobre o voto no segundo turno. Usando microdados de pesquisas, conseguimos ver que o grupo de brancos, nulos e indecisos avalia o governo de forma consistentemente pior que a média. Redistribuindo esse estoque conforme a avaliação, e assumindo que os indecisos convirjam para o nível da eleição passada, de 5%, a média das pesquisas já mostra empate técnico, com algumas apontando derrota do Lula.

Gráfico 19: Branco e Nulo nas pesquisas de intenção de voto



Fonte: Mar Asset Management

Gráfico 20: Avaliação do governo entre aqueles que dizem votar em branco/nulo/indeciso



Fonte: Mar Asset Management

Esse conversor tem se mostrado bastante duro para o potencial de votos do Lula em 2026. Desde o início do ano passado, a avaliação segue negativa e a conversão sempre abaixo de 45 pontos no segundo turno. Se essa variável mudar — avaliação líquida em torno de +10 pontos e conversão acima de 50 —, mudaríamos nossa leitura de que o Lula é favorito a perder.

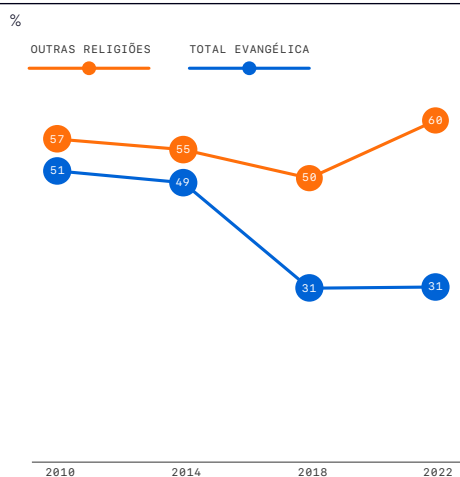
Até aqui, apesar da confusão na candidatura de oposição e do intenso trabalho do marqueteiro Sidônio Palmeira, efetivo ministro da Casa Civil, o Lula não ultrapassou essa barreira. Resta saber se a campanha presidencial terá essa capacidade. Não descartamos a possibilidade, e montamos um arcabouço amplo para identificar qualquer mudança de direção — mas não nos parece óbvio, como o mercado sugere, que a campanha consiga o que a sequência de pacotes e estímulos fiscais não conseguiu até aqui.

Como reality check, voltamos a uma carta que escrevemos no início de 2025 sobre o ciclo eleitoral brasileiro sob a ótica do swing voter. Em 2018

e 2022, o padrão de voto evangélico foi marcado pela rejeição ao PT, que obteve apenas 31% desse grupo em ambos os pleitos. A diferença entre os dois ciclos esteve nos não evangélicos: o PT converteu 51% desse grupo em 2018 e um recorde de 60% em 2022 — ou seja, na ótica religiosa, o swing voter é o não evangélico.

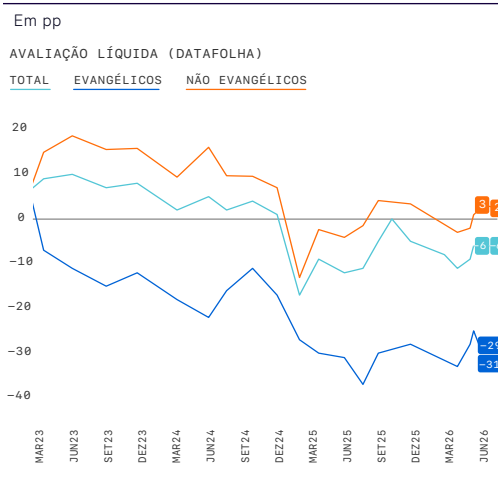
Esse recorde de 60% ocorreu em condições bem específicas: um Bolsonaro extremamente rejeitado, percebido como ameaça à democracia, e um Lula que fez campanha precisa em defesa da democracia, à frente de uma frente ampla trazendo com surpresa na chapa seu adversário histórico Geraldo Alckmin. Ainda assim, essa conversão levou Lula à vitória pela menor margem da nossa história.

Gráfico 21: Voto no PT no 2º turno por religião



Fonte: Datafolha, Mar Asset Management

Gráfico 22: Avaliação líquida por corte religioso



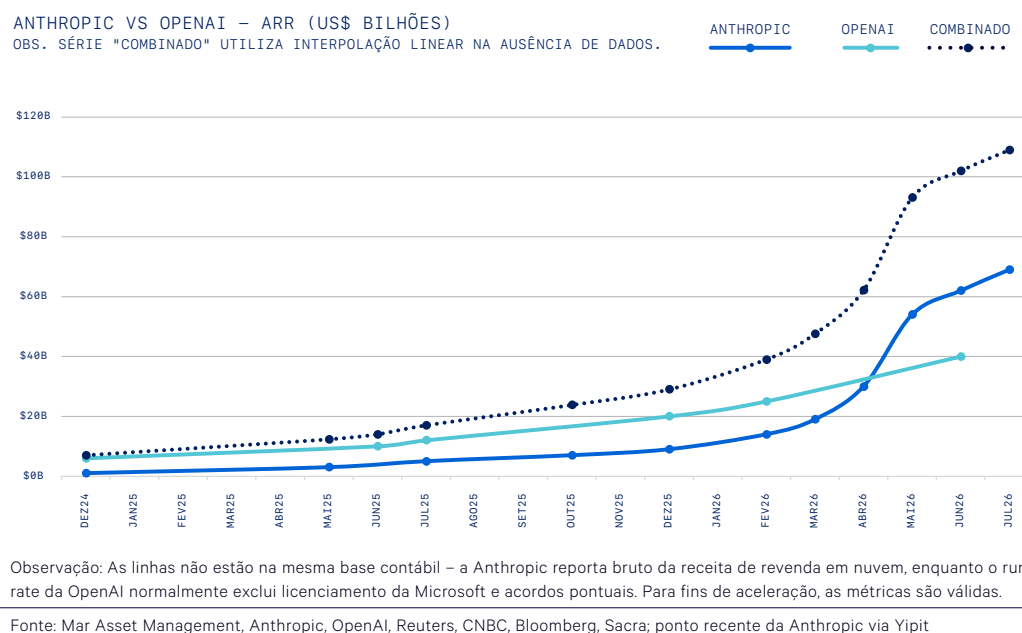
Fonte: Datafolha, Mar Asset Management

Para ser competitivo em 2026, Lula precisa repetir esse patamar entre os não evangélicos ou melhorar entre os evangélicos. A série de avaliação de governo por grupo religioso do Datafolha mostra avaliação próxima dos menores níveis entre evangélicos — sem indicar avanço nesse grupo — e ao redor de zero entre não evangélicos, incompatível com vantagem de 20 pontos nas eleições de 2022. Essa checagem nos dá alguma confiança para seguir interpretando as pesquisas como sinal de que o Lula não é favorito.

Tese de IA – Exponencialização da Demanda

Do ano passado para cá, essa foi a tese de investimentos que mais se confirmou, apesar da enorme volatilidade das ações ao longo do período. Os resultados das empresas escalaram de forma impressionante, os planos de investimento continuaram surpreendendo para cima e os modelos vencedores começaram a se consolidar.

Gráfico 23: Receita Anual Recorrente (ARR) da Anthropic e OpenAI



A principal novidade do ano foi a evolução dos agentes de IA, especialmente daqueles voltados à programação. Até pouco tempo, a interação com modelos de inteligência artificial era predominantemente baseada em perguntas e respostas. Com os agentes, essa relação mudou de patamar: os modelos passaram a executar tarefas completas de forma autônoma, seguindo instruções em linguagem natural e conduzindo fluxos de trabalho sem supervisão constante.

Na Mar, essa transformação foi evidente. Os modelos deixaram de ser apenas ferramentas de consulta e passaram a integrar nosso fluxo de trabalho, automatizando diversas rotinas do dia a dia.

Acreditamos que essa mudança será o principal catalisador da adoção corporativa da IA e da aceleração exponencial da demanda por computação.

À medida que passam a operar continuamente, os modelos multiplicam por dezenas de vezes o consumo de processamento por usuário.

Como consequência, à medida que a qualidade dos modelos avança, sua adoção passa a depender cada vez mais da disponibilidade de capacidade computacional. Essa demanda já se propaga por toda a cadeia de infraestrutura de IA, pressionando a oferta de memória, chips, fibra óptica e equipamentos de rede, mas encontra na energia o gargalo mais difícil de superar no prazo necessário.

Nossa estratégia tem sido investir nas empresas posicionadas nesses gargalos, capturando o capex dos hyperscalers por meio de negócios com elevada previsibilidade de geração de caixa. Dentro desse universo, dedicamos especial atenção ao segmento de energia.

Na nossa visão, se 2025 foi marcado pela corrida por GPUs, 2026 consolidou uma nova etapa dessa disputa: a corrida por megawatts. Chips de última geração continuam escassos e estratégicos, mas colocá-los em operação passou a depender de um gargalo ainda mais determinante: energia disponível no prazo necessário. Sem conexão elétrica, terreno, licenciamento e infraestrutura, mesmo GPUs já adquiridas não se transformam em capacidade computacional.

Time to Power

O desafio, portanto, deixou de ser apenas garantir servidores e passou a ser entregar capacidade computacional completa no menor prazo possível. Nesse contexto, o conceito de time to power — o tempo necessário para conectar uma nova carga à rede — tornou-se uma das variáveis centrais da economia da IA. Quem consegue disponibilizar megawatts rapidamente passou a capturar uma parcela crescente do valor gerado pela indústria.

As empresas mais bem posicionadas para capturar essa oportunidade, curiosamente, não nasceram dentro da indústria de IA. As antigas mineradoras de bitcoin foram, em certo sentido, “turistas acidentais” dessa transformação.

Durante anos, seu principal diferencial competitivo foi negociar contratos de longo prazo para a compra de energia — os Power Purchase

Agreements (PPAs) —, desenvolver relacionamentos com concessionárias e operadores do sistema e adquirir profundo conhecimento sobre a conexão de grandes cargas à rede elétrica.

Quando a demanda por capacidade computacional explodiu, essas empresas perceberam que sua infraestrutura era muito mais valiosa para hospedar data centers de IA do que para minerar bitcoin.

Passaram, então, a converter ativos existentes com energia já contratada e, em paralelo, a utilizar sua expertise elétrica para originar um pipeline contínuo de novos projetos. Algumas dessas oportunidades estão em terrenos brownfield, como antigas fábricas de alumínio e outros ativos industriais eletrointensivos, onde parte relevante da infraestrutura elétrica já está instalada.

Para os hyperscalers, neoclouds e provedores de modelos, terceirizar parte dessa infraestrutura permite acelerar a expansão, diversificar os riscos de execução e concentrar capital e recursos gerenciais nas camadas de maior valor estratégico — GPUs, redes, software e desenvolvimento de modelos — enquanto operadores especializados assumem a entrega da infraestrutura física e energética.

Surge, assim, uma nova classe de ativos nos Estados Unidos: os Powered Shell Providers (PSPs), empresas que entregam terrenos, energia, subestações, refrigeração, conectividade e licenciamento prontos para a instalação dos clusters de GPUs.

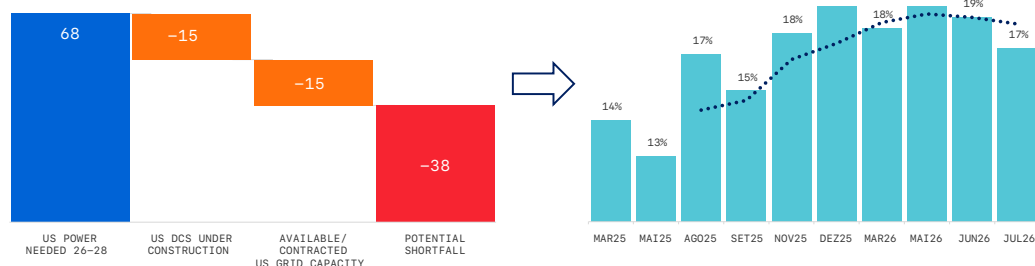
Como não investem nos servidores, os PSPs concentram sua exposição no desenvolvimento e na operação da infraestrutura física, sem assumir diretamente o risco de obsolescência tecnológica dos chips.

Em um ambiente em que o time to power se tornou o ativo mais escasso, esse modelo combina contratos de 10 a 20 anos, menor exposição ao risco tecnológico e retornos médios próximos de 20% ao ano, em dólares, sobre o capital investido.

Gráfico 24: Déficit de energia nos EUA se traduzindo em prêmio crescente para soluções de Time to Power

POTENTIAL SHORTFALL IN POWER FOR US DATA CENTERS, 2026-2028, (GIGAWATTS)

HISTÓRICO DO RETORNO DOS DEALS DOS PSPS
MÉTRICA: YIELD ON COST (AVERAGE NOI / GROSS CAPEX)



Fonte: Morgan Stanley Research, Mar Asset Management

Na nossa visão, essas empresas se assemelham, em vários aspectos, às transmissoras de energia brasileiras: são ativos intensivos em capital durante a construção que, uma vez operacionais, passam a gerar receitas contratadas por décadas.

Nos PSPs, essa previsibilidade é reforçada por contratos respaldados por contrapartes investment grade. O desenvolvimento de um novo powered shell é majoritariamente financiado por dívida que, após a entrada em operação e a redução do risco de execução, tende a ser refinanciada a custos menores, liberando capital para novos projetos, e alimentando um flywheel de alocação de capital.

Acreditamos que essa transformação — de antigas mineradoras de bitcoin em Powered Shell Providers — ainda não está plenamente refletida nas avaliações de mercado. Se negociarem a yields próximos aos observados nos REITs maduros, a compressão das taxas implícitas, somada à incorporação do pipeline, deveria mais do que dobrar o valor dessas empresas.

Reflexões finais

As teses que vimos perseguindo desde o ano passado, que compõem nosso portfólio e que foram amplamente arrastadas pela guerra do Irã, seguem seu curso, com ótimas oportunidades, mas também com riscos importantes.

Mas de que adianta seguir nessa rota enquanto ventos e correntes nos empurram com força na direção contrária? Passamos o ano remando e

zigzagueando em busca do vento certo, sem sucesso até aqui. Por isso, nossa abordagem agora é voltar ao CDI na maior parte do portfólio, simplificar as exposições nas teses em que seguimos acreditando, e observar o ambiente — prontos para voltar a aumentar as posições assim que o mercado começar a caminhar na nossa direção.

Apesar de termos nos desviado bastante da rota original, ainda que respeitando nossos limites de risco e regras de redução de exposição, temos plena consciência da dor que este ciclo causou ao portfólio de nossos investidores. Somos, nós mesmos, cotistas relevantes do fundo. Reduzir a dor de atravessar os ciclos econômicos é um dos nossos objetivos, e neste ciclo não fomos capazes de entregar essa suavização de forma satisfatória.

Aos clientes que nos deixaram por conta dessa volatilidade, agradecemos a parceria até aqui e lamentamos o nível de dor que provocamos. Aos investidores que seguem conosco, agradecemos profundamente a confiança e redobramos nosso compromisso com a dedicação, a manutenção dos nossos melhores processos e a busca constante por evoluir a execução da nossa alocação de risco, para reduzir a dor da navegação em ciclos futuros.

2026 ainda será um ano fértil — no Brasil, pelo ciclo de juros e pelas eleições; nos Estados Unidos, pela tese de I.A., com o surgimento dessa nova classe de ativos e os desdobramentos do uso de agentes.

A essência da nossa profissão — gerar alfa relevante ao longo do tempo — depende da nossa capacidade de investigação, reflexão e bom senso na alocação do portfólio. Mas o mercado, com frequência, caminha em direções bem diferentes das que nossa bússola aponta, e é nesses momentos que voltamos ao dilema central de todo tomador de decisão: o limite tênue e de difícil percepção entre persistência e teimosia. Um limite que navegamos com o apoio de ferramentas de risco, mas que exige reflexão e aprendizado constantes — os erros são parte inerente da profissão.

A evolução da execução é necessária, mas seguimos acreditando nos mesmos valores que nos trouxeram até aqui: pesquisa intensa, paciência com as teses e concentração de risco quando enxergamos assimetrias relevantes no mercado. Por isso, seguiremos diligentes e persistentes nessa jornada de volta a Ítaca, que, no nosso caso, é a entrega, aos nossos cotistas, de retornos relevantes acima do CDI no médio e longo prazo.



Relação com investidores

Igor Galvão

55 21 99462 3359

contato@marasset.com.br

rio de janeiro – rj – av. ataulfo de paiva 1165 / 801, leblon – 22440 034
marasset.com.br